

恒玄科技 (688608.SH)

国补与可穿戴助力业绩高增，2800 全面落地 AI 端侧应用

优于大市

核心观点

一季度营收同比增长 52.25%，归母净利润同比增长 590.22%。公司发布 2025 年一季报，实现营收 9.95 亿元 (YoY +52.25%，QoQ +25.88%)，实现归母净利润 1.91 亿元 (YoY +590.22%，QoQ +11.18%)，实现扣非归母净利润 1.77 亿元 (YoY +1838.60%，QoQ +11.46%)，综合毛利率 38.47% (YoY +5.54pp，QoQ +0.77pp)。

受益国补与智能可穿戴占比提升，收入利润创单季度历史新高。公司 2025 年一季度营收达 9.95 亿元，同比增长 52.25%，创下单季度历史新高。公司一季度收入高增主要受益于：1) 智能可穿戴市场持续增长，以及国补对下游消费需求带来的促进作用；2) 公司智能手表芯片销售占比提升，同时伴随芯片平台的更新迭代，带动公司销售均价较去年同期有所提升。当前，公司智能手表/手环业务已成为公司第二增长曲线，市占率实现快速提升。

毛利率改善显著，盈利能力大幅提升。25Q1 公司综合毛利率达到 38.47%，同比提升 5.54 个百分点，环比提升 0.77 个百分点。毛利率提升主要受益于产品结构优化，高毛利的可穿戴芯片占比提升，以及规模效应带来的成本下降。利润端，得益于毛利率改善及营收大幅增长带来的规模效应，期间费用率快速下降，公司归母净利润实现 1.91 亿元，同比大幅增长 590.22%。

新平台 BES2800 实现量产落地，全面应用 AI 端侧市场。2024 年公司智能手表/手环芯片导入新客户，实现营收 10.45 亿元 (YoY +116%)，占比约 32%，合计出货量超 4000 万颗。公司可穿戴新旗舰平台 BES2800 在客户旗舰耳机项目中量产落地，采用 6nm FinFET 工艺，单芯片集成多核 CPU/GPU、NPU、大容量存储、低功耗 Wi-Fi 和双模蓝牙，2025 年 BES2800 将在 TWS 耳机、智能手表、智能眼镜等产品中全面应用。技术方面，公司自研 BECO 嵌入式 AI 协处理器、双频超低功耗 Wi-Fi、BT6.0 和星闪、独立 Modem 蜂窝通信、先进工艺下的全集成射频、全集成音视频存储高速接口等核心技术，打造全面且高性价比的低功耗可穿戴平台。

投资建议：维持“优于大市”评级。公司下游应用从 TWS 耳机顺利扩展至智能手表/手环、AI 眼镜、智能家居等领域，伴随新平台 BES2800 的量产，及规模效应的体现，公司业绩有望取得显著提升。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 8.85/11.99/16.19 亿元 (25-26 年前值为 4.44/5.99 亿元)，同比增长 92.3%/35.4%/35.0%，对应当前市值 PE 为 60/44/33 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,176	3,263	4,481	5,765	7,427
(+/-%)	46.6%	49.9%	37.3%	28.6%	28.8%
净利润(百万元)	124	460	885	1199	1619
(+/-%)	1.0%	272.5%	92.3%	35.4%	35.0%
每股收益(元)	1.03	3.84	7.38	9.99	13.49
EBIT Margin	0.5%	9.1%	15.6%	17.5%	19.0%
净资产收益率 (ROE)	2.0%	7.1%	12.3%	14.8%	17.3%
市盈率 (PE)	430.9	115.7	60.2	44.4	32.9
EV/EBITDA	576.9	139.8	73.6	50.9	36.6
市净率 (PB)	8.74	8.19	7.42	6.58	5.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：詹浏洋
010-88003307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

联系人：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

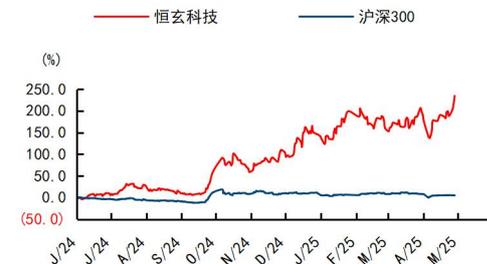
证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

证券分析师：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn
S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	443.83 元
总市值/流通市值	53280/53280 百万元
52 周最高价/最低价	449.60/119.68 元
近 3 个月日均成交额	960.69 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《恒玄科技 (688608.SH) -2024 营收创历史新高，拓展新产品、新客户带来业绩增长》——2024-07-17
《恒玄科技 (688608.SH) -营收创历史新高，6nm 芯片今年量产》——2024-03-30

盈利预测

假设前提

公司是国内领先的端侧 AI SoC 芯片设计企业，专注于 AIoT 场景下具备语音交互能力的边缘智能主控平台芯片研发，产品涵盖 TWS 耳机、智能手表、智能家居及 AI 眼镜等领域。客户群体合作覆盖三星、OPPO、小米、荣耀等全球安卓手机品牌，哈曼、索尼等专业音频厂商，以及阿里、谷歌等互联网平台。近年来，公司依托 BES2600、BES2700 等系列产品，巩固 TWS 耳机市场领先地位，并积极拓展智能手表、AI 眼镜等新兴赛道，智能手表/手环芯片营收占比持续提升。BES2800 作为公司新一代的旗舰可穿戴平台，采用 6nm 制程工艺，公司积极拓展在智能眼镜、低功耗 Wi-Fi 等市场的应用。在 AI 眼镜的场景下，2800 可适配市场上主流的 ISP 芯片，形成带视频和拍照功能及图像识别的多模态智能眼镜系统，实现更长佩戴时间。公司紧抓端侧 AI 发展机遇，推动产品结构优化，盈利能力持续增强，已成为端侧 AI SoC 领域的龙头企业。公司盈利预测假设条件如下：

普通蓝牙音频芯片：2024 年公司普通蓝牙芯片业务实现收入 5.23 亿元，同比增长 45.1%，毛利率为 31.4%。普通蓝牙音频产品重新恢复增长，我们预计 2025-2027 年该业务收入同比增长 8.9%/8.9%/8.9%至 5.69/6.20/6.75 亿元，毛利率分别为 32.0%/32.0%/32.0%。

智能蓝牙音频芯片：2024 年公司智能蓝牙音频芯片业务实现收入 14.97 亿元，同比增长 28.1%，毛利率为 32.2%。伴随公司新一代 6nm 旗舰芯片 BES2800 落地量产，下游客户积极导入，同时在国补的政策刺激下，促进智能可穿戴市场持续增长。我们预计 2025-2027 年智能蓝牙音频芯片收入同比增长 28.7%/23.8%/23.8%至 19.26/23.84/29.50 亿元，毛利率分别为 35.0%/35.0%/35.0%。

其他业务：2024 年公司其他业务实现收入 12.44 亿元，同比增长 92.1%，毛利率为 39.2%。其他业务中主要包含公司智能手表/手环等可穿戴芯片产品，2024 年公司成功导入新客户，该业务快速起量，合计出货量超 4000 万颗。我们预计 2025-2027 年该业务收入同比增长 59.7%/39.1%/37.7%至 19.85/27.61/38.02 亿元，毛利率分别 42.0%/42.0%/42.0%。

表 1：公司营业收入及毛利率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
普通蓝牙音频芯片						
收入（百万元）	360.6	360.3	522.7	569.2	619.9	675.1
增速	-23.4%	-0.1%	45.1%	8.9%	8.9%	8.9%
成本（百万元）	227.2	256.2	358.7	387.1	421.5	459.1
毛利率	37.0%	28.9%	31.4%	32.0%	32.0%	32.0%
智能蓝牙音频芯片						
收入（百万元）	733.8	1168.7	1496.8	1926.4	2383.9	2950.1
增速	-21.9%	-21.9%	28.1%	28.7%	23.8%	23.8%
成本（百万元）	422.6	778.5	1015.0	1252.2	1549.5	1917.6
毛利率	42.4%	33.4%	32.2%	35.0%	35.0%	35.0%
其他						
收入（百万元）	390.4	647.2	1243.6	1985.4	2760.7	3801.5
增速	10.0%	65.8%	92.1%	59.7%	39.1%	37.7%
成本（百万元）	250.5	397.4	756.6	1151.5	1601.2	2204.9
毛利率	35.8%	38.6%	39.2%	42.0%	42.0%	42.0%
合计						
收入（百万元）	1484.8	2176.3	3263.1	4481.1	5764.5	7426.7
增速	-15.9%	46.6%	49.9%	37.3%	28.6%	28.8%

成本 (百万元)	900.3	1432.1	2130.3	2790.8	3572.3	4581.5
毛利率	39.4%	34.2%	34.7%	37.7%	38.0%	38.3%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来3年公司营业收入分别为44.81/57.65/74.27亿元, 同比增加37.3%/28.6%/28.8%, 毛利率分别为37.7%/38.0%/38.3%。

未来3年业绩预测

表2: 公司未来3年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,176	3,263	4,481	5,765	7,427
YoY	46.6%	49.9%	37.3%	28.6%	28.8%
销售费用	17	33	35	42	48
管理费用	160	170	151	188	226
研发费用	550	617	794	935	1130
财务费用	(45)	(76)	(98)	(108)	(125)
营业利润	127	461	888	1203	1624
利润总额	127	461	888	1203	1624
归母净利润	124	460	885	1199	1619
YoY	1.0%	272.5%	92.3%	35.4%	35.0%
EPS (元)	1.03	3.84	7.38	9.99	13.49
ROE (%)	2%	7%	12%	15%	17%

综上所述, 我们预计2025-2027年公司营业收入同比增长37.3%/28.6%/28.8%至44.81/57.65/74.27亿元, 对应归母净利润8.85/11.99/16.19亿元。

盈利预测的情景分析

对盈利预测进行情景分析, 以前述假设为中性预测, 乐观预测将营收增速和毛利率、股利分配率分别提高5%; 悲观预测将营收增速和毛利率、股利分配率分别降低5%。

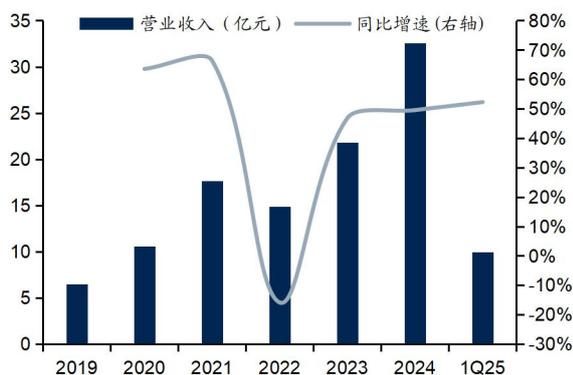
表3: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	2,176	3,263	4,542	5,908	7,697
(+/-%)	46.6%	49.9%	39.2%	30.1%	30.3%
净利润(百万元)	124	460	1088	1473	1992
(+/-%)	1.0%	272.5%	136.2%	35.4%	35.2%
摊薄 EPS	1.03	3.84	9.06	12.27	16.60
中性预测					
营业收入(百万元)	2,176	3,263	4,481	5,765	7,427
(+/-%)	46.6%	49.9%	37.3%	28.6%	28.8%
净利润(百万元)	124	460	885	1199	1619
(+/-%)	1.0%	272.5%	92.3%	35.4%	35.0%
摊薄 EPS(元)	1.03	3.84	7.38	9.99	13.49
悲观预测					
营业收入(百万元)	2,176	3,263	4,420	5,623	7,163
(+/-%)	46.6%	49.9%	35.5%	27.2%	27.4%
净利润(百万元)	124	460	688	937	1268
(+/-%)	1.0%	272.5%	49.4%	36.2%	35.4%
摊薄 EPS	1.03	3.84	5.73	7.81	10.57

总股本（百万股）	120	120	120	120	120
----------	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



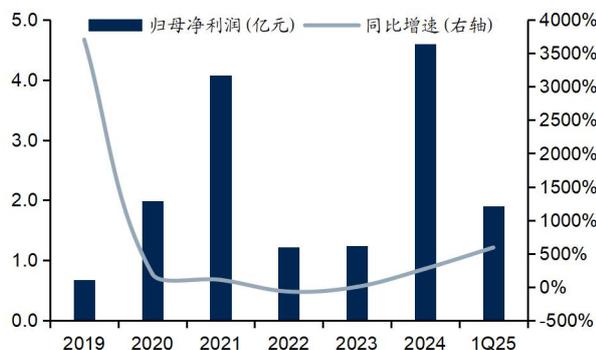
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司分季度营业收入及增速 (亿元, %)



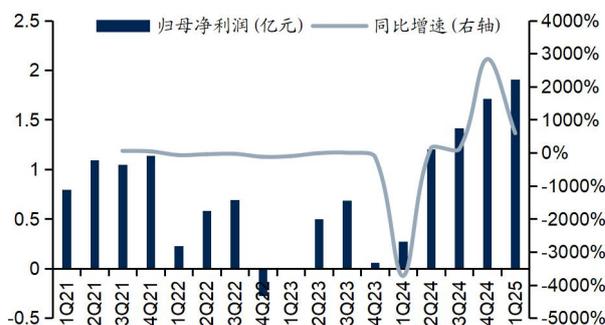
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



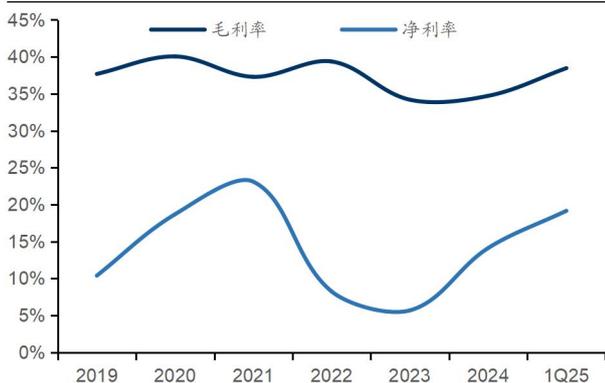
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司分季度归母净利润及增速 (亿元, %)



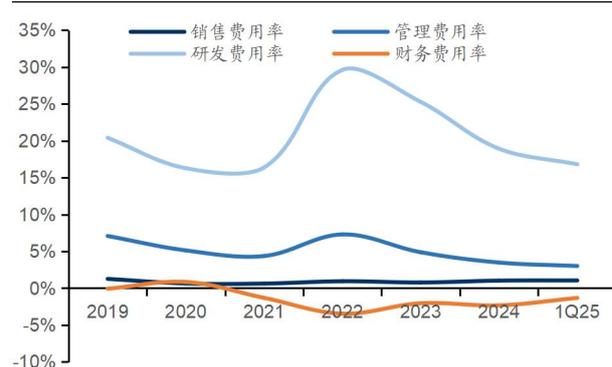
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2545	3816	4151	4674	5498	营业收入	2176	3263	4481	5765	7427
应收款项	412	386	530	681	878	营业成本	1432	2130	2791	3572	4581
存货净额	658	724	950	1213	1556	营业税金及附加	7	16	13	21	29
其他流动资产	2338	1391	1401	1413	1428	销售费用	17	33	35	42	48
流动资产合计	5953	6317	7032	7981	9360	管理费用	160	170	151	188	226
固定资产	125	282	421	547	652	研发费用	550	617	794	935	1130
无形资产及其他	142	121	116	111	106	财务费用	(45)	(76)	(98)	(108)	(125)
其他长期资产	332	335	335	335	335	投资收益	74	56	74	68	66
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(81)	(37)	(3)	(3)	(3)
资产总计	6551	7055	7904	8975	10453	其他	78	70	24	24	23
短期借款及交易性金融负债	10	36	57	34	42	营业利润	127	461	888	1203	1624
应付款项	287	297	390	498	639	营业外净收支	(2)	1	(0)	(1)	0
其他流动负债	147	200	262	334	426	利润总额	124	462	888	1203	1624
流动负债合计	444	533	709	866	1107	所得税费用	1	1	3	4	5
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	17	13	9	8	归属于母公司净利润	124	460	885	1199	1619
长期负债合计	11	17	13	9	8	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	454	550	722	875	1115	净利润	124	460	885	1199	1619
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	79	(0)	0	0	0
股东权益	6097	6505	7182	8099	9338	折旧摊销	83	89	36	57	74
负债和股东权益总计	6551	7055	7904	8975	10453	公允价值变动损失	2	3	3	3	3
						财务费用	(11)	(15)	(98)	(108)	(125)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	286	12	(233)	(253)	(326)
每股收益	1.03	3.84	7.38	9.99	13.49	其它	(93)	31	98	108	125
每股红利	0.00	0.90	1.73	2.35	3.17	经营活动现金流	470	580	692	1006	1370
每股净资产	50.80	54.18	59.85	67.49	77.81	资本开支	(194)	(171)	(171)	(179)	(174)
ROIC	2%	8%	14%	21%	26%	其它投资现金流	545	965	0	0	0
ROE	2%	7%	12%	15%	17%	投资活动现金流	351	794	(171)	(179)	(174)
毛利率	34%	35%	38%	38%	38%	权益性融资	4	32	0	0	0
EBIT Margin	0%	9%	16%	17%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	4%	12%	16%	18%	20%	支付股利、利息	(0)	(108)	(208)	(281)	(380)
收入增长	47%	50%	37%	29%	29%	其它融资现金流	(148)	(34)	21	(23)	8
净利润增长率	1%	272%	92%	35%	35%	融资活动现金流	(143)	(110)	(187)	(304)	(372)
资产负债率	7%	8%	9%	10%	11%	现金净变动	690	1281	334	523	824
息率	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%	货币资金的期初余额	1845	2535	3816	4151	4674
P/E	430.9	115.7	60.2	44.4	32.9	货币资金的期末余额	2535	3816	4151	4674	5498
P/B	8.7	8.2	7.4	6.6	5.7	企业自由现金流	186	225	327	629	983
EV/EBITDA	576.9	139.8	73.6	50.9	36.6	权益自由现金流	38	191	445	714	1116

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032